

BAB EMPAT

BAB EMPAT : PERANAN SEKURITI HUTANG ISLAM DALAM PASARAN MODAL DI MALAYSIA

4.1 Pendahuluan

Sekuriti hutang terutamanya bon merupakan satu instrumen dalam pasaran modal yang memainkan peranan penting. Bon adalah instrumen mendapatkan modal untuk jangka panjang menerusi pinjaman pelaburan oleh pelabur-pelabur di dalam pasaran modal.

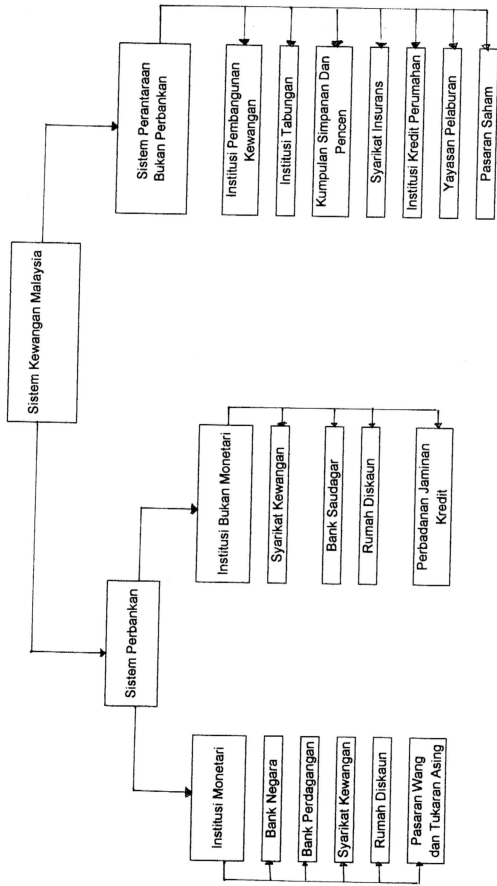
Secara asasnya sekuriti hutang Islam juga memainkan peranan yang sama seperti sekuriti hutang konvensional. Cuma bezanya sekuriti hutang Islam menggunakan akad yang halal di sisi syarak dan unsur riba telah dihapuskan. Sekuriti hutang Islam mula mendapat tempat di kalangan syarikat-syarikat kerana kesedaran pelabur dan juga peminjam tentang perlunya melabur di dalam instrumen yang diterima syarak serta mendapat dana menerusi cara yang halal. Di samping itu polisi kerajaan yang menggalakkan penerbitan sekuriti hutang Islam juga menambah minat mereka untuk menggunakan instrumen ini.¹

4.2 Sistem Kewangan Malaysia

Sejarah menunjukkan bahawa perkembangan sistem kewangan di Malaysia berkait rapat dengan pertumbuhan dagangan asing dan perniagaan umum. Ini kerana sebelum negara mencapai kemerdekaan pada tahun 1957, sistem kewangan negara telah dikuasai oleh beberapa bank asing yang menjana dana untuk membiayai eksport getah dan bijih timah, import makanan dan juga produk-produk kilang di samping menguruskan aktiviti-aktiviti dalam negara.² Syarikat-syarikat dan bank-bank asing ini menjalankan aktiviti urusniaga berteraskan konvensional sebagaimana yang diamalkan di negara mereka.

Selepas mencapai kemerdekaan, Bank Negara telah ditubuhkan di bawah Ordinan Bank Negara Malaysia 1958 dan membawa era baru dalam sejarah negara kita. Dua dekad selepas kemerdekaan barulah struktur kewangan Malaysia menuju ke arah memenuhi keperluan rakyat Malaysia terutamanya pembiayaan pelaburan dalam sektor pertanian dan perusahaan.³

Manakala pada masa sekarang, secara umumnya sistem kewangan di Malaysia boleh dibahagikan kepada dua bahagian iaitu sistem perbankan dan sistem perantaraan kewangan bukan perbankan sebagaimana ditunjukkan dalam rajah 12. Sistem perbankan pula dibahagikan kepada dua iaitu institusi monetari dan institusi bukan monetari.⁴



Sumber : Dibahsuai daripada buku Othman Yong (1993), **Pasaran Dan Institusi Kewangan Di Malaysia Teori Dan Amalan**, Kuala Lumpur: Dewan Bahasa dan Pustaka, hal. 139-140.

Institusi monetari terdiri daripada institusi monetari yang prinsipal libilitinya pada amnya boleh diterima sebagai wang. Institusi monetari ini termasuklah Bank Negara dan juga bank-bank perdagangan.⁵

Manakala institusi bukan monetari pula ialah institusi monetari yang prinsipal libilitinya diterima secara am sebagai hampir wang. Institusi bukan monetari ini termasuklah syarikat kewangan, bank saudagar dan perbadanan Jaminan Kredit. Kesemua institusi di bawah sistem perbankan dikawal dan diawasi oleh Bank Negara Malaysia. Manakala semua institusi perantaraan kewangan bukan perbankan pula diawasi oleh berbagai-bagai jabatan dan agensi kerajaan termasuklah Bank Negara Malaysia.⁶

Institusi perantaraan kewangan bukan perbankan boleh dibahagikan kepada tujuh jenis utama iaitu institusi pembangunan kewangan, institusi tabungan, Kumpulan Simpanan Pekerja dan Pencen, Syarikat insurans, Perantaraan Kewangan yang lain, termasuklah Institusi Kredit Perumahan, Unit Amanah dan Institusi Pelaburan Khas dan pasaran saham.⁷

Kepelbagaian dalam sistem kewangan telah memungkinkan wujudnya sebuah sistem pasaran kewangan yang berperanan sebagai penyalur sumber dana dari unit lebihan kepada unit defisit dalam ekonomi. Pada dasarnya, pasaran kewangan mengandungi dua komponen yang utama, iaitu pasaran modal dan pasaran wang.⁸

Pasaran wang melibatkan pasaran deposit dan instrumen pasaran jangka pendek. Pembekal dana terdiri daripada berbagai-bagai pihak yang menawarkan dana masing-masing seperti bank perdagangan yang membekalkan dana kepada syarikat-syarikat swasta. Manakala syarikat bukan kewangan memberi pinjam kepada bank perdagangan, peniaga sekuriti dan sebagainya dalam pasaran wang.⁹

4.3 Definisi Pasaran

Menurut Ibn Hajar al-⁹Asqalānī, pasaran ialah tempat berlaku jual beli antara penjual dan pembeli dan tidak ditetapkan tempat-tempat khusus sebaliknya mana-mana tempat dianggap pasaran sekiranya berlaku urusan jual beli.¹⁰

Menurut istilah kewangan pasaran adalah cara yang melaluinya pembeli dan penjual dikumpulkan untuk membantu dalam pertukaran barangan atau perkhidmatan. Walau bagaimanapun pasaran tidak disyaratkan perlu mempunyai lokasi fizikal. Apa yang perlu ialah pembeli dan penjual dapat berhubung antara satu sama lain untuk menguruskan pembelian atau penjualan yang relevan.¹¹

Pasaran juga tidak semestinya memiliki barang dan perkhidmatan yang terlibat. Kriteria asas ialah pertukaran barang dan perkhidmatan dengan cara yang licin dan murah. Malah pasaran boleh melibatkan diri dalam sebarang jenis barang dan perkhidmatan. Ini kerana pasaran berfungsi membantu pertukaran sebarang barangan yang mempunyai pelanggan yang berjenis-jenis. Pembeli dan penjual akan memperolehi manfaat daripada kewujudannya.¹²

4.4 Definisi Pasaran Modal

Pasaran modal ialah pasaran bagi menjalankan aktiviti jual beli sekuriti jangka panjang sama ada sekuriti hutang mahupun ekuiti seperti saham korporat, bon korporat, nota-nota, sekuriti bercagar dan sebagainya. Pasaran modal juga merupakan pasaran primer untuk memperolehi pembiayaan jangka panjang.¹³ Pasaran ini melibatkan komitmen jangka panjang bagi pihak yang memberi pinjaman dan juga keperluan pembiayaan jangka panjang bagi pihak yang meminjam.¹⁴ Pembiayaan jangka panjang ini mempunyai tempoh matangnya satu tahun atau lebih dan juga di antaranya yang tiada tempoh matang yang tertentu.¹⁵

Oleh itu sekuriti jangka panjang sama ada sekuriti hutang mahupun ekuiti seperti saham korporat, bon korporat, nota-nota, sekuriti bercagar dan sebagainya akan diniagakan di dalam pasaran modal. Sekuriti hutang Islam

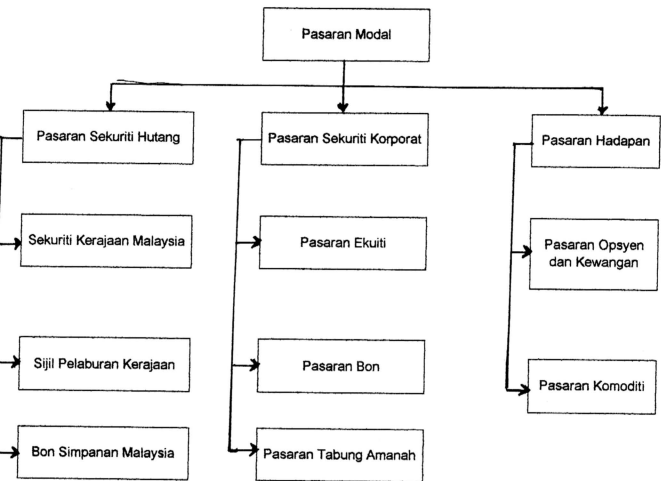
merupakan satu bentuk sekuriti hutang jangka panjang yang terdapat di dalam pasaran modal di Malaysia.

Dalam sistem Kewangan Malaysia, pasaran modalnya mempunyai pelbagai peranan. Pertama ia membantu proses pembangunan ekonomi dengan menggerakkan kumpulan wang jangka sederhana dan jangka panjang daripada penduduk di seluruh tanahair untuk membiayai rancangan pembangunan awam dan pelaburan swasta serta membantu sistem urusan bank mensekuritikan harta mereka.¹⁶

Kedua, ia menggalakkan perusahaan swasta dengan mengadakan khidmat pengantaraan untuk mendapatkan kumpulan wang bagi pelaburan dan perkembangan korporat, dan untuk mengubah hakmilik korporat. Sebuah pasaran modal yang berkesan selalunya menjadi matlamat kemajuan kewangan di negara-negara sedang membangun.¹⁷

Elemen-elemen yang membentuk pasaran modal di Malaysia boleh dilihat seperti berikut:

Rajah 13 : Pasaran Modal Di Malaysia



Sumber : Diubahsuai daripada Bank Negara Malaysia (1994), **Money And Banking In Malaysia** , cetakan keempat, Kuala Lumpur: Bank Negara Malaysia, hal. 369.

Dalam pasaran primer, terbitan-terbitan baru sekuriti-sekuriti kerajaan dan korporatnya ditawarkan secara terus kepada pelabur. Urusniaga sekunder dalam sekuriti-sekuriti kerajaan Malaysia dilakukan pada umumnya melalui pasaran wang manakala urusniaga pasaran sekunder sekuriti-sekuriti korporat dilakukan di Bursa Saham Kuala Lumpur.¹⁸

Oleh itu pasaran modal adalah terdiri daripada rangkaian pasaran yang tiap-tiap satu pasaran mengendalikan sekuriti atau pinjaman yang berbeza. Pasaran-pasaran ini juga mempunyai kaitan yang rapat antara mereka supaya pergerakan kadar faedah akan mengalirkan dana daripada satu pasaran ke satu pasaran yang lain.¹⁹

Pasaran saham merupakan satu pasaran yang menjadi salah satu daripada pasaran modal bagi hal ini, manakala pasaran-pasaran kewangan lain tidak mempunyai identiti yang berbentuk fizikal. Pasaran-pasaran tersebut wujud dalam bentuk organisasi yang membawa, menjual dan membeli sekuriti dan mengikut aturan yang membawa penjual dan pembeli tersebut bersama-sama. Organisasi bagi tiap-tiap urus niaga mencerminkan ciri-ciri pinjaman atau sekuriti yang terlibat serta jumlah pembeli dan penjual yang terlibat di dalam pasaran tersebut.²⁰

Pasaran-pasaran sekuriti selalunya diklasifikasikan sebagai pasaran peringkat pertama bagi sekuriti-sekuriti yang baru, dan pasaran peringkat kedua iaitu pasaran yang memperdagangkan sekuriti-sekuriti yang telah wujud. Terdapat juga pasaran terbuka yang menunjukkan penjual dan pembeli yang bersaing dalam suatu pasaran yang boleh dikatakan sebagai suatu pasaran lelong atau pasaran rundingan yang di sini peminjam akan membuat rundingan tentang syarat-syarat pinjaman dengan si pemberi pinjaman secara terus.²¹

Berbagai jenis sekuriti diniagakan dalam pasaran modal seperti bon, sekuriti ekuiti, pasaran hadapan dan opsiyen. Kesemuanya mempunyai ciri-ciri tertentu.²²

Dalam pasaran primer peminjam akan menerbitkan sekuriti hutang sama ada bon, gadai janji, saham, nota janji dan sebagainya. Bagi pemegang sekuriti tersebut mereka boleh meniagakan sekuriti-sekuriti tersebut di dalam pasaran kedua sekiranya mereka tidak mahu menunggu sehingga tempoh matang sekuriti tersebut. Oleh itu dalam pasaran kedua sekuriti tersebut boleh dcairkan.²³

Untuk memastikan urusan sekuriti dapat dijalankan dengan lancar memerlukan pasaran yang baik yang mempunyai ciri-ciri berikut:

- i. Maklumat bermasa dan tepat di mana para pembeli dan penjual perlu mengetahui tentang harga dan volum urusan masa lalu dan tentang maklumat yang serupa untuk keadaan penawaran dan permintaan semasa.
- ii. Kecairan, seandainya tidak ada maklumat baru yang diterima, pembeli atau penjual barang atau perkhidmatan dapat membeli atau menjual aset dengan cepat dan pada harga yang hampir dengan harga urusan sebelumnya. Keseluruhan harga sendiri memerlukan kedalaman yang bermaksud harus terdapat banyak pembeli dan penjual yang bersedia

untuk memasuki pasaran pada harga melebihi dan kurang daripada harga semasa.

- iii. Kos urusan yang rendah dan dikenali sebagai kecekapan dalaman ini bermaksud segala aspek urusan melibatkan kos yang rendah, termasuklah kos memasuki pasaran, kos brokeraj sebenar yang terlibat dalam urusan berkenaan dan kos menukarkan aset selepas belian dan jualan. Pelarasan harga yang pesat bagi maklumat baru dan dikenali sebagai kecekapan luaran. Ini memastikan bahawa harga semasa mencerminkan segala maklumat yang ada tentang aset.²⁴

4.5 Perkembangan Pasaran Modal Di Malaysia

Pasaran modal Malaysia telah muncul sebagai sumber kewangan yang utama semenjak pelaksanaan proses perindustrian. Pembiayaan daripada pasaran modal telah meningkat dengan ketaranya semenjak tahun 1990 untuk merangkumi sebanyak 35% daripada jumlah pembiayaan bagi tempoh tahun 1990-96 berbanding dengan hanya sebanyak 10% dalam tempoh 1980-85. Walaupun pembiayaan oleh pihak bank merupakan sumber dana tunggal yang paling penting, bahagiannya walau bagaimanapun, telah mulai merosot.²⁵

Kemunculan pasaran modal sebagai pengantara kewangan utama mencerminkan perubahan struktur yang dijalankan oleh kerajaan di pertengahan tahun 1980an bagi mengukuhkan kedudukan kewangannya dan

mempertingkatkan peranan sektor swasta sebagai jentera utama pertumbuhan ekonomi. Polisi seperti ini telah menghasilkan satu peralihan yang jelas dalam corak pengagihan kewangan, daripada kerajaan kepada sektor swasta. Ini terbukti dalam jumlah kertas yang diterbitkan oleh sektor swasta sementara bekalan kertas kerajaan kian berkurangan.²⁶

Beberapa langkah telah diambil bagi memperkukuh, memperluas serta mendalamkan lagi pasaran demi mempertingkatkan peranan pengantaraannya dalam pembiayaan kegiatan ekonomi. Tumpuan terus diberikan terhadap pembangunan institusi, justeru membawa kepada penubuhan Suruhanjaya Sekuriti pada tahun 1993 sebagai badan pengawal tunggal pasaran modal. Di pasaran sekuriti hutang swasta pula syarikat Cagaran Nasional (CAGAMAS) telah ditubuhkan untuk menerajui pembangunan pasaran bon, diikuti oleh penubuhan dua buah agensi penarafan untuk menilai terbitan hutang syarikat-syarikat korporat.²⁷

Di tahun-tahun kebelakangan ini, dua buah pasaran hadapan iaitu Bursa Opsyen dan Kewangan Hadapan Kuala Lumpur (KLOFFE) pada Disember 1995 dan Bursa Kewangan Malaysia (MME) telah ditubuhkan pada bulan Mei 1996. Penubuhan kedua-duanya telah membenarkan syarikat-syarikat untuk mengurus risiko mereka dengan cara yang lebih cekap dan lebih berkesan dari segi kos. Selain daripada itu, peraturan dan garis panduan telah dikaji semula, dengan menekankan perlunya penerangan mengenai taraf bagi memastikan ketelusan

urusniaga di pasaran. Pelindung-pelindung berhemat yang lain juga telah dimuatkan untuk melindungi kepentingan pelabur. Pada masa yang sama rangka kerja perundangan telah diperbaiki untuk mempercepatkan tempoh pemerosesan permohonan ekuiti dan bon.²⁸

Pertumbuhan yang pesat di pasaran saham dan bon tidak hanya akan membantu dalam memenuhi keperluan pembiayaan syarikat, bahkan juga menawarkan kepada syarikat dengan pilihan yang lebih banyak dalam menentukan struktur modal yang sesuai dengan keperluan mereka dari segi kos. Ianya juga akan membenarkan syarikat-syarikat untuk berurusan dengan cara yang lebih fleksible dalam lingkungan yang lebih selesa.²⁹

Manakala pasaran modal Islam Di Malaysia muncul apabila institusi perbankan diislamisasikan bermula dengan penubuhan Bank Islam pada tahun 1983 dan seterusnya diikuti operasi perbankan tanpa feadah di bank bank konvensional pada tahun 1993. Seterusnya perkhidmatan pembrokeran Islam pula ditawarkan dengan penubuhan BIMB Securities Sdn. Bhd. yang beroperasi pada 19 Ogos 1994.³⁰

Pasaran Modal Islam bermaksud mendapatkan modal menurut prinsip-prinsip yang diluluskan syarak. Untuk melaksanakan pasaran modal Islam memerlukan penyeliaan, perundangan dan garis panduan, instrumen iaitu produk dan seterusnya keadilan dan ketelusan serta kompetitif.³¹

Pasaran modal yang baik memerlukan penglibatan menyeluruh pelabur dan pihak berkehendak kepada modal (penerbit instrumen). Instrumen dan aktiviti kewangan pelbagai memudahkan perpindahan dana kepada sektor produktif dengan kos minima. Penerbit memerlukan modal menggunakan prinsip Syariah bagi membiayai aktiviti perniagaan dan pengeluaran.³²

Ketiadaan pasaran modal Islam, menyukarkan untuk mendapat modal berteraskan Syariah. Modal mungkin boleh diperolehi dengan kos yang tinggi dan risiko tinggi dengan cara pengusaha mendapatkannya dari luar negara dengan adanya kemudahan komunikasi dan teknologi. Globalisasi sistem kewangan dunia ini telah memudahkan aliran modal.³³Oleh itu perlu wujudnya pasaran modal Islam di Malaysia bagi memenuhi keperluan pembangunan negara kita.

Di dalam pasaran modal Islam syarat utama ialah instrumen yang ditawarkan mestilah menepati prinsip syariah. Instrumen tersebut juga mesti memenuhi berbagai kehendak. Perantara pasaran mestilah mempunyai kemahiran cukup mengenai produk yang ditawarkan. Situasi tersebut dapat menarik penglibatan penerbit dan pelabur dan akan menggalakkan pertumbuhan dan perkembangan pasaran modal Islam.³⁴

Apa yang penting pasaran modal Islam bukan sekadar mengikut *trend* atau aliran semasa. Sebaliknya perkembangan yang berterusan dengan agenda

munasabah patut di lakukan. Perkembangan dengan cukup penglibatan peserta pasaran.³⁵

Kerajaan Malaysia telah memberi komitmen sepenuhnya untuk mewujudkan pasaran modal Islam. Kehendak dan komitmen pelabur serta penerbit terhadap pasaran modal Islam adalah atas keyakinan mereka terhadap kemampuan sistem kewangan Islam hasil prestasi yang ditunjukkan oleh kejayaan Bank Islam. Malahan kejayaan pasaran modal Islam di Malaysia kerana wujudnya kepakaran dalam industri pasaran modal, ulamak dan cerdik pandai Islam yang bersedia untuk berbincang untuk faedah memajukan pasaran modal Islam.³⁶

Peringkat perkembangan pasaran modal di Malaysia bermula dengan penubuhan Suruhanjaya Sekuriti pada Mac 1993. Pasaran modal Islam dimajukan secara berperingkat dengan penyediaan prasarana utama, penubuhan Unit Pasaran Modal Islam, penubuhan IISG pada tahun 1994 dan pembentukan SAC pada tahun 1996³⁷. Penubuhan SAC di bawah Seksyen 16 Akta Suruhanjaya Sekuriti yang menjelaskan kuasa Suruhanjaya Sekuriti dalam melaksanakan sesuatu fungsi di bawah Akta Sekuriti. Diperkuatkan dengan seksyen 18 Akta Suruhanjaya yang membenarkan secara khusus Suruhanjaya Sekuriti menubuhkan sesuatu jawatankuasa yang difikirkan perlu untuk membantu melaksanakan fungsi-fungsi di bawah akta.³⁸

Produk-produk yang ditawarkan dalam pasaran modal Islam pula ia menerima pakai instrumen yang selaras dengan prinsip syariah. Yakni menggunakan juga instrumen yang sedia ada atau mengubahsuai instrumen yang sedia ada supaya selaras dengan prinsip syariah.³⁹

4.6 Pasaran Bon Di Malaysia

Walaupun Malaysia mempunyai pasaran ekuiti yang agak maju, pasaran bon masih belum mencapai tahap kematangan dan kecanggihan. Menyedari akan keperluan untuk memperluas dan mendalamkan lagi pasaran bon, beberapa inisiatif telah diambil pada tahun 1996, termasuk mempertingkatkan SPEEDS, iaitu sistem bagi pemindahan elektronik dana dan urus niaga dalam sekuriti kerajaan untuk meliputi hutang sekuriti hutang swasta tanpa skrip, automasi proses tender bagi sekuriti dan sekuriti hutang swasta, penubuhan *Malaysian Institute Of Bond Dealers* serta penubuhan agensi penarafan kedua iaitu Syarikat Penarafan Malaysia Berhad.⁴⁰

Menyedari akan keperluan untuk mempercepatkan lagi kemajuan pasaran sekuriti hutang swasta, pihak berkuasa telah bekerjasama untuk mengkaji semua kekangan pengawalan, memperbaiki penyebaran maklumat dan memajukan lagi infrastruktur pasaran yang sedia ada untuk urus niaga, penerbitan dan penyelesaian sekuriti hutang swasta. Langkah penting ialah penggunaan SPEEDS sebagai pusat depository bagi semua bon yang tidak disenaraikan telah

dikuatkuasakan pada 26 Januari 1996. Semua terbitan baru bon jangka panjang yang tidak disenaraikan dikehendaki untuk diterbitkan dalam bentuk tanpa skrip dan diniagakan melalui SPEEDS untuk memudahkan pemindahan sekuriti, bayaran faedah dan penebusan. Bon yang boleh diniagakan melalui SPEEDS bagi membolehkannya menampung lebih banyak jenis sekuriti hutang swasta.⁴¹

Pasaran kedua bon tidak begitu cair kerana kebanyakan pemegang-pemegang bon dan pembeli bon lebih suka menyimpan bon pegangan mereka sehingga matang. Oleh itu pasaran kedua bon di Malaysia tidak aktif kerana kurangnya penjual dan pembeli. Cuma bon Islam Khazanah yang menunjukkan wujudnya kecairan kerana sudah tiga kali ianya dikeluarkan.⁴²

Beberapa langkah yang diambil pada akhir tahun 1980an dan awal 1990an telah membawa kepada *groundwork* untuk pasaran bon. Antara langkah tersebut ialah:

- i. Pembatalan kawal selia (*deregulation*) hasil sekuriti hutang Malaysia pada tahun 1989.
- ii. Pengenalan sistem peniaga utama (*Principal Dealers*) pada tahun 1989.
- iii. Pengenalan SPEEDS pada tahun 1990.
- iv. Pengeluaran garis panduan sekuriti hutang swasta pada tahun 1989.
- v. Penubuhan agensi penarafan pertama pada tahun 1990.
- vi. Penubuhan Suruhanjaya Sekuriti pada tahun 1993.

- vii. Pengecualian cukai ke atas pendapatan faedah yang diperolehi oleh individu pada tahun 1992/1993.
- viii. Pengecualian bayaran duti setem untuk terbitan dan dagangan sekuriti hutang swasta.
- ix. Pindaan Akta Kumpulan Simpanan Wang Pekerja (KWSP) untuk mengurangkan keperluan mandatori bagi dana boleh labur pada tahun 1991.⁴³

Menurut Lillian Leong, walaupun langkah-langkah tersebut dilaksanakan masih berlaku kekurangan dalam dan kecairan bagi pasaran bon. Para pakar dalam bidang ini telah membincangkan dan membahas faktor yang menyebabkan kurangnya aktiviti pasaran kedua bagi pasaran bon.⁴⁴

Antara punca ketidak aktifan pasaran kedua ialah kurangnya penawaran dan tiada urusan niaga bon kerajaan. Akibatnya keluk hasil bagi sekuriti kerajaan Malaysia tidak menggambarkan hasil tidak berisiko (*riskless yield*) untuk membolehkan penerbit dan pelabur sekata dalam proses peletakan harga. Peniaga utama juga ragu-ragu untuk membuat pasaran kerana kos pemegangan dan kekurangan kertas (bon). Tambahan pula peniaga utama tidak bersedia untuk membuat sebut harga dua hala terutamanya bagi pihak penawaran kerana takut akan terperangkap dalam situasi "*short*". Peraturan yang ada tidak menyediakan jualan singkat dan tidak terdapat infrastruktur untuk pinjaman bon.⁴⁵

Walaupun bagaimanapun saiz pasaran primer bon korporat di Malaysia telah bermula dengan jumlah terbitan sebanyak RM45.2 bilion iaitu 39 peratus daripada jumlah keseluruhan pasaran modal pada akhir tahun 1996. Oleh itu untuk menambah kematangan, kerajaan telah melipat gandakan usaha untuk melahirkan pasaran bon yang berkesan dengan melancarkan beberapa inisiatif bagi mengatasi beberapa masalah struktur.⁴⁶

Pasaran bon yang berfungsi dengan baik memerlukan polisi yang baik di samping infrastruktur institusi yang baik seperti tanda aras pasaran, *well-capitalised makers*, penjelasan yang berkesan, sistem bayaran dan penyelesaian, agensi penarafan yang berkredibiliti, kemudahan fasiliti kecairan, sistem maklumat berpusat dan sistem percukaian yang berkesan. Buat masa sekarang inisiatif yang dilakukan ialah memendekkan proses penerbitan bon dan meningkatkan aktiviti pasaran kedua bagi membolehkan peletakan harga bon lebih berkesan dan risiko dan pengurusan portfolio.⁴⁷

Pembentukan bon tanda aras yang cair membantu untuk mempromosikan pasaran sekunder yang cair dan memudahkan penentuan harga bon dalam pasaran modal. Kerajaan telah menubuhkan Khazanah Nasional Berhad untuk melaksanakan program bon tanda aras yang bertujuan untuk melahirkan keluk hasil tanda aras.⁴⁸

Program ini adalah untuk menerbitkan kertas hutang bebas risiko melalui beberapa siri terbitan. Melalui pembentukan pasaran yang aktif dan dagangan bon-bon ini boleh membentuk keluk hasil bagi menentukan kadar faedah yang dijangkakan dan sebagai tanda aras untuk penentuan harga bagi terbitan bon-bon lain. Pada kebiasaannya hasil bagi sekuriti kerajaan adalah bebas risiko mungkin. Oleh itu kadar faedah yang perlu dibayar oleh penerbit bon swasta hendaklah pada aras hasil bon kerajaan yang mempunyai kematangan yang sama dan akan menggambarkan kredit dan beberapa risiko tertentu yang berkaitan dengan penerbit dan ada hubungan dengan kerajaan.⁴⁹

Oleh itu pasaran bon korporat perlu dimajukan kerana beberapa kepentingannya, antaranya ialah memberi peluang kepada pelabur pilihan instrumen pelaburan selain instrumen-instrumen yang telah wujud dan merupakan cara untuk menngembeling tabungan ke arah yang lebih efisien.⁵⁰ Tabungan dan pelaburan yang dikumpul dan digunakan dengan cara yang cekap seperti mengagihkan tabungan yang dikumpul itu untuk peluang pelaburan yang menguntungkan akan membantu dan menambahkan kadar pertumbuhan ekonomi. Dengan meningkatnya jumlah tabungan dan pelaburan pada setiap tahap pendapatan nasional, faktor-faktor yang lain dalam ekonomi juga akan mengalami kenaikan, terutamanya kenaikan output KNK pada masa hadapan. Jika pihak syarikat menyalurkan modal yang diperolehi kepada projek-projek yang memberikan keuntungan atau projek yang mendapat pulangan yang tinggi maka ia dapat membantu sebahagian besar peningkatan kadar pertumbuhan

ekonomi, sehingga keadaan ekonomi sesebuah negara akan bertambah baik dari semasa ke semasa.⁵¹

Pasaran bon juga menolong mengurangkan kenaikan kadar faedah pinjaman institusi kewangan bagi jangka panjang melalui persaingan antara penerbit bon korporat dan sumber pinjaman tradisional. Malah ia juga menyediakan keanjalan bagi projek jangka panjang untuk dibiayai pada kos kadar tetap.⁵²

Selain itu ia memudahkan pengurusan portfolio menerusi pendapatan tetap bebas risiko dan malah mengurangkan risiko pelaburan dan menggalakkan kemahiran pengurusan portfolio di kalangan pengurus-pengurus kewangan di Malaysia.⁵³

Ia juga membolehkan pengurusan yang lebih baik bagi risiko kadar faedah dan keluk hasil yang diniagakan melalui pembentukan swap yang lebih berkesan dan pasaran hadapan yang bergantung kepada pasaran bon yang cair. Dan ia juga membantu negara untuk bersaing dengan lebih berkesan bagi mendapatkan dana antarabangsa.⁵⁴

4.7 Kelebihan Melabur dalam Pasaran Bon

Penggunaan bon sebagai satu instrumen hutang mempunyai pelbagai kelebihan sama ada bagi pihak pelabur mahupun penerbit bon. Antaranya ialah

ia menjadi sumber pendapatan bagi pelabur kerana bayaran faedah atau keuntungan yang diberikan. Faktor utama pelabur berminat melabur di dalam pasaran bon kerana bon memberikan bayaran faedah atau keuntungan yang lebih tinggi berbanding pelaburan dalam sekuriti jangka pendek seperti pelaburan di dalam pasaran wang.⁵⁵ Oleh itu institusi-institusi seperti KWSP akan melabur di dalam sekuriti ini kerana ia menguntungkan mereka. Malahan bon mampu menawarkan kepada pelabur langkah yang menarik untuk mendapat pertumbuhan jangka panjang dan melepasi tahap inflasi.⁵⁶

Pelabur juga diberi jaminan pulangan balik modal pokok mereka. Walaupun jaminan ini bergantung kepada kestabilan kredit penerbit bon namun pelabur tidak perlu bimbang kerana di Malaysia bon yang bermutu tinggi sahaja diterbitkan. Bagi pelabur yang membeli bon yang berkualiti tinggi lebih terjamin bahawa wang yang dipinjamkan itu akan dipulangkan semula apabila apabila sudah sampai tempoh matangnya. Oleh kerana bon lebih berkualiti berbanding sekuriti-sekuriti yang lain ianya digunakan sebagai simpanan dan modal jangka panjang terkumpul apabila bayaran faedah yang diperolehi dilabur semula. Sebelum tiba tempoh matang harga bon di dalam pasaran kedua akan turun naik apabila berlaku perubahan pada kadar faedah pasaran.⁵⁷

Manakala bagi penerbit bon pula mereka menggunakan instrumen ini kerana kos pinjaman yang lebih murah. Dengan cara menerbitkan bon, syarikat memperolehi pinjaman dengan kos yang lebih rendah berbanding membuat

pinjaman bank. Kos faedah bagi bon yang perlu dibayar oleh syarikat kepada pelabur adalah rendah berbanding kadar faedah yang perlu dibayar kepada pihak perbankan.⁵⁸ Oleh itu bon merupakan satu bentuk instrumen pinjaman yang lebih murah bagi syarikat berbanding membuat pinjaman menerusi pihak perbankan yang mengalami penyahantaraan kewangan.⁵⁹

Selain itu persekutitan yang dilakukan bagi penerbitan bon Islam memberi faedah dan kebaikan kepada pihak pelabur dan juga institusi kewangan. Antaranya ialah nerendahkan kos pembiayaan. Ini kerana institusi akan memperolehi kos pembiayaan yang rendah bagi aset yang disekuritikan kerana kualiti kredit sekuriti yang diterbitkan yang disokong oleh aset adalah tinggi. Bagi institusi bukan kewangan juga boleh mendapat faedah daripada tabungan penyahantaraan institusi melalui hubungan terus dengan pelabur.⁶⁰

Kelebihan menggunakan bon berbanding penerbitan saham ialah dari aspek percukaian. Bayaran faedah kepada pemegang bon dianggap sebagai kos pengeluaran dan ditolak dari jumlah hasil untuk mendapatkan untung. Ini berlawanan dengan pembiayaan ekuiti atau saham yang tidak mengiktiraf bayaran dividen kepada pelabur sebagai kos pengeluaran syarikat.⁶¹

4.8 Peranan Sekuriti Hutang Islam Dalam Pasaran Modal Di Malaysia

Kelebihan menggunakan bon konvensional mahupun bon Islam telah kita bincangkan di atas. Malahan peranan yang dimainkan juga sama iaitu sebagai pengumpul modal. Dana yang diperolehi dalam pasaran modal akan disalurkan terutamanya kepada sektor perkilangan dan sektor perkhidmatan, khususnya bagi projek infrastruktur utama seperti pengangkutan, telekomunikasi, utiliti dan juga untuk membiayai urus niaga kewangan dalam bentuk gabungan dan pengambilalihan serta pembiayaan semula hutang yang sedia ada.⁶²

Semasa Rancangan Malaysia Kelima daripada tahun 1986 hingga 1990 jumlah dana bersih yang diperolehi daripada sektor awam dan sektor swasta dalam pasaran bon mencapai sejumlah RM 26.8 billion. Daripada jumlah ini RM21.4 billion atau 80 peratus diperolehi daripada bon kerajaan dan sekuriti hutang swasta sebanyak RM5.4 billion atau 20 peratus. Manakala dalam Rancangan Malaysia Keenam dari 1991 hingga 1995 jumlah terkumpul daripada pasaran bon telah bertambah sebanyak 21 peratus menjadi RM32.4 billion. Pertambahan sebanyak 21 peratus ini walau bagaimanapun adalah kecil berbanding 162 peratus pertambahan bagi dana yang terkumpul dalam pasaran ekuiti dan 217 peratus diperolehi dari pinjaman bank antara dua tempoh Rancangan.⁶³

Memetik kata-kata Dato' Dr Affudin Haji Omar, bekas Timbalan Menteri Kewangan sewaktu berucap dalam ucapan pembukaan satu seminar anjuran Kumpulan Wang Simpanan Pekerja, Suruhanjaya Sekuriti dan Rating Agency Malaysia Berhad iaitu:

Of greater significance, however is the shift in the use of the bond market from financing public sector activities to the funding of private sector activities. This financing shift contributed in part to the success of the privatisation and private sector-led growth strategies adopted by the government since early 1980s.⁶⁴

Hasil daripada keadaan tersebut modal hutang yang dikumpul dalam Rancangan Malaysia Keenam sekuriti hutang swasta berjumlah sebanyak RM 24.8 atau 77 peratus dan bon kerajaan hanya sebanyak RM 7.6 iaitu 23 peratus.⁶⁵

Bagi Rancangan Malaysia Ketujuh keperluan untuk pembiayaan sektor swasta dianggarkan dua kali ganda daripada jumlah rancangan sebelumnya. Jumlah pelaburan dalam bentuk nominal dijangka meningkat pada kadar purata 7.5 peratus setahun dengan jumlah perbelanjaan RM 536 billion. Daripada jumlah ini pelaburan swasta adalah sebanyak 72 peratus atau RM 385 billion berbanding RM 207 bilion dilaburkan dalam rancangan Malaysia sebelumnya.⁶⁶

Oleh kerana perkembangan yang memberangsangkan dalam sekuriti hutang swasta sekuriti hutang Islam telah diperkenalkan pada 1990. Pada akhir

tahun 1995 sekuriti hutang Islam mewakili 5.8 peratus daripada jumlah volum sekuriti hutang keseluruhannya. Walaupun saiz secara perbandingannya adalah kecil terdapat skop yang luas untuk mengembangkan sekuriti hutang Islam berdasarkan perkembangan pesat aktiviti perbankan Islam.⁶⁷

Selari dengan liberalisasi pasaran modal perkembangan aktif pasaran sekuriti hutang Islam akan membantu memenuhi pelbagai keperluan pembiayaan di samping meningkat keberkesanan mobalisasi tabungan. Apa yang lebih penting pasaran sekuriti hutang Islam perlu menjadi lebih kompetitif dalam memenuhi keperluan masyarakat Islam untuk menjadi pasaran alternatif yang berdaya saing untuk kewangan dan pelaburan.⁶⁸

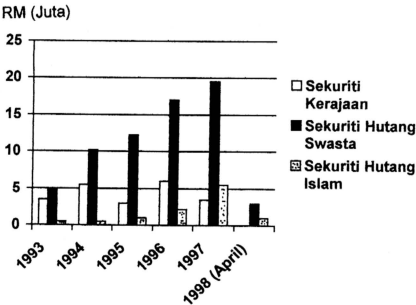
Sehingga Oktober 1998 terdapat RM 62,136 juta bon yang diterbitkan di dalam pasaran bon di Malaysia di mana RM 13,311 juta merupakan bon Islam.⁶⁹

Oleh itu peranan utama sekuriti hutang Islam ialah mendapat dana menerusi cara yang halal di sisi syarak. Tambahan pula menerbitkan sekuriti hutang dalam pasaran modal merupakan satu cara yang makin popular bagi syarikat mendapatkan modal.⁷⁰ Tenaga Nasional Berhad contohnya telah mengeluarkan Bon Islam sejumlah RM 1 bilion di bawah konsep *bay' bithaman ājil* untuk membiayai operasinya.⁷¹ Begitu juga dengan KLIA menerbitkan bon sebanyak RM2.2 bilion,⁷² Petronas Dagangan Berhad, KFC Holdings Berhad dan

sebagainya telah menerbitakn bon Islam sebagai satu instrumen pengumpulan modal.

Modal yang diperolehi adalah untuk menjalankan operasi syarikat dan membiayai projek. Produk yang dihasilkan oleh syarikat sama ada berbentuk perkhidmatan mahupun barangan adalah untuk kegunaan rakyat. Manakala rakyat pula merupakan pemberi pinjam kepada syarikat-syarikat ini secara tak langsung melalui pembelian bon oleh KWSP, syarikat insurans nyawa, syaikat kewangan dan sebagainya.⁷³

Rajah 14 : Carta Pertumbuhan Dalam Pasaran Modal di Malaysia



Sumber : Elakumari (1998), Case Study On Islamic Benchmark Bonds, **Islamic Investment Product Conference**, London, 21-22 Mei 1998, hal. 3.

Permintaan terhadap sekuriti hutang swasta sebagai sumber dana pembiayaan telah meningkat daripada RM 5 bilion pada tahun 1993 kepada RM

19.5 bilion pada tahun 1997. Dan permintaan terhadap sekuriti hutang Islam telah meningkat daripada RM 25 milion pada tahun 1993 kepada RM 5.25 bilion pada tahun 1997⁷⁴

Sekuriti hutang yang terkumpul diagihkan kepada beberapa sektor penting seperti pengangkutan, perhubungan dan sebagainya.

Rajah 14 : Agihan Dana Modal dari Pasaran Sekuriti Hutang Swasta 1987-1996.

Sektor	1987-1989	1990-1996
Perlombongan dan Kuari	22%	0
Perkilangan	17%	9%
Harta	16%	15%
Perdagangan borong,runcit dan restoren	1%	4%
Pengangkutan	18%	11%
Kewangan, perniagaan dan perkhidmatan	3%	7%
Pembiayaan semula hutang	12%	15%
Penyatuan dan Perolehan	4%	15%
Utiliti perhubungan	0	21%
Lain-lain	7%	3%
Jumlah	100%	100%

Sumber : Bank Negara Malaysia (1996), **Laporan Tahunan Bank Negara Malaysia**, Kuala Lumpur : Bank Negara Malaysia, hal. 172.

Rajah 14 menunjukkan peratus penggunaan sekuriti hutang swasta dalam sektor-sektor yang penting seperti perkilangan, utiliti perhubungan dan sebagainya. Pada tempoh masa antara tahun 1987-1989 penggunaan dana lebih ditumpukan kepada perlombongan dan kuari. Namun bagi tempoh tahun 1990-1996 utiliti perhubungan lebih diutamakan bagi penggunaan sumber dana daripada sekuriti hutang swasta.

Selain itu bon Islam merupakan satu instrumen untuk membangunkan pasaran modal Islam. Di negara kita terdapat dua bentuk pasaran iaitu pasaran modal konvensional dan pasaran modal Islam. Oleh itu pasaran modal Islam perlu dibangunkan dan dimajukan dengan cara mewujudkan instrumen-instrumen berasaskan syarak. Oleh itu penerbitan bon Islam adalah satu cara untuk mengaktifkan operasi dalam pasaran modal Islam. Apabila wujudnya instrumen akan wujudnya pembeli dan penjual bon Islam. Oleh itu jumlah terbitan bon Islam perlu diperbanyakkan agar ia dapat memenuhi permintaan pelabur dan ini akan mengaktifkan pasaran modal Islam.⁷⁵

Ia juga merupakan instrumen yang dapat memenuhi Permintaan Umat Islam Di Malaysia. Oleh kerana sudah wujudnya sistem kewangan Islam di Malaysia pasaran modal juga perlu diislamisasikan. Pasaran hutang merupakan elemen yang membentuk pasaran modal dan sewajarnya perlu dimajukan dengan mewujudkan instrumen-instrumen sekuriti hutang Islam.⁷⁶

Penggunaan sumber dana dalam negara juga akan mengurangkan pergantungan kepada modal asing. Sekuriti hutang menjadi sumber dalam negeri yang diperlukan untuk membiayai kegiatan ekonomi negara. Oleh itu pergantungan kepada modal asing dapat dikurangkan. Pergantungan kepada modal asing akan mendedahkan negara kita kepada kejutan yang dihasilkan dari luar negara. Oleh sebab itu penggunaan sumber dana dalam negeri adalah lebih terjamin.⁷⁷

Manakala bon Islam Khazanah pula merupakan satu terbitan bon yang mendapat keistimewaan kerana ia menjadi bon tanda aras harga bagi pasaran bon Di Malaysia. Sebelum terbitan bon Islam Khazanah satu masalah dalam pasaran bon di Malaysia ialah untuk menentukan hasil bagi sesuatu terbitan bon. Sedangkan tidak ada satu bentuk tanda aras bagi menentukan harga dan nilai bagi sekuriti hutang swasta. Sedangkan bagi memajukan pasaran hutang perlu wujudnya satu bon tanda aras. Selalunya hasil Cagamas, kadar pertukaran ringgit dan kadar tawaran antara bank Kuala Lumpur (KLIBOR). Kesemua ini tidak sesuai untuk dijadikan sebagai tanda aras.⁷⁸

Sedangkan apa yang dimaksudkan dengan bon tanda aras ialah satu siri terbitan bon yang diterbitkan oleh kerajaan dengan kadar kematangan yang berbeza untuk memenuhi objektif tersebut:

- i. Sebagai instrumen moneteri untuk mengawal pasaran modal

- ii. Hasil bon tanda aras adalah sebagai pengukur untuk menentukan struktur kadar faedah
- iii. Hasil bon tanda aras ialah sebagai mekanisme untuk menentukan harga aset dan kos modal melalui pasaran terbuka.⁷⁹

Ciri-ciri utama bon tanda aras ialah ianya dijamin oleh kerajaan dan diterbitkan dalam jumlah yang besar dan diterbitkan lebih kerap.⁸⁰ Manakala bagi bon tanda aras Islam pula ianya tidak mengandungi unsur bayaran faedah dan diterbitkan sebagai bon kupon sifar, dan disandarkan kepada aset tertentu. Bon tanda aras Islam yang diterbitkan di Malaysia perlu diluluskan oleh Badan Syaria'ah Suruhanjaya Sekuriti terlebih dahulu.⁸¹

Oleh itu bon tanda aras Islam bertindak sebagai penunjuk kepada hasil pasaran dan kadar faedah dan jangkaan tentang struktur hasil dan kadar faedah pada masa akan datang. Oleh kerana bon tanda aras Islam tiada bayaran kupon ia menjadikan perkembangan keluk hasil kurang kompleks.⁸²

Ia juga menjadi alat untuk Bank Negara melaksanakan polisi kewangan dengan cara menggunakan bon tanda aras ini untuk mengeluarkan atau menyuntik kecairan pada kadar tertentu keluk hasil pasaran.⁸³

Peranannya yang penting ialah ia mengelakkan belanjawan untuk pembangunan negara menggunakan hasil yang berunsurkan riba. Sebagaimana

yang telah diterangkan sebelum ini bon Islam diterbitkan menggunakan akad *murābahah*, *bayʿ bithaman ājil* dan diniagakan dalam pasaran kedua menggunakan konsep akad *bayʿ al-dayn*. Akad-akad ini telah menghapuskan elemen riba sebagaimana yang terdapat di dalam bon konvensional yang hanya menggunakan akad pinjaman berfaedah sedangkan akad jual beli membolehkan keuntungan diperolehi oleh pelabur.

Islam adalah agama yang sempurna dan merangkumi semua aspek kehidupan. Bagi umat Islam kejayaan terbesar ialah apabila segala aturan hidupnya adalah berdasarkan kepada suruhan syarak. Sehubungan itu sistem kewangan yang merupakan nadi penggerak kehidupan harian manusia perlu juga mengikut suruhan syarak. Oleh itu sistem kewangan yang menekankan sifar riba perlu dilaksanakan. Untuk mewujudkan sistem kewangan yang bebas dari kongkongan riba perlu digantikan dengan sistem yang menepati syarak.

Oleh kerana manusia memerlukan modal bagi tujuan pembangunan infrastruktur, method yang menepati syarak perlu diketengahkan. Oleh itu instrumen sekuriti hutang Islam merupakan satu instrumen yang berdaya maju dan perlu diperluaskan penggunaannya. Memandangkan penggunaan instrumen ini memberi kebaikan kepada pelabur dan penerbit sekuriti hutang Islam pendidikan dan pendedahan mengenainya perlu dikembangkan.

4.9 Kesimpulan

Sekuriti hutang Islam mempunyai ruang yang luas untuk dimajukan memandangkan keperluan kepada pembiayaan untuk pembangunan infrastruktur, pembelian perumahan, janakuasa, penggerudian minyak, pengangkutan, telekomunikasi dan sebagainya lebih sesuai menggunakan sekuriti hutang jangka panjang kerana kesemua sektor tersebut memerlukan sumber pembiayaan untuk tempoh yang lama dan lebih daripada setahun. Oleh kerana sekuriti hutang Islam sudah diperkenalkan, peminjam mempunyai pilihan untuk mendapatkan sumber dana daripada sekuriti hutang konvensional ataupun sekuriti hutang Islam. Bagi mereka yang sensitif dan peka terhadap pentingnya sumber yang berteraskan syariat sudah tentu lebih selesa memilih sekuriti hutang Islam.

NOTA HUJUNG

- ¹ Temubual bersama Puan Kamilah Mohamad, Eksekutif Kanan, Jabatan Pengawasan Bank, Bank Negara, Kuala Lumpur, pada 20 November 1998, jam 11.00 pagi.
- ² Fong Chan Onn (1986), **New Economic Dynamo Structures And Investment Opportunities in The malaysian Economy**, Sydney: Allen & Unwin, hal. 47.
- ³ Ibid.
- ⁴ Othman Yong (1993), **Pasaran Dan Institusi Kewangan Di Malaysia Teori Dan Amalan**, Kuala Lumpur: Dewan Bahasa dan Pustaka, hal. 139.
- ⁵ Ibid.
- ⁶ Ibid., hal. 140.
- ⁷ Ibid.
- ⁸ Mohidin Yahya (1994), **Tukaran Asing Dan Pasaran Wang : Teori Dan Amalan**, Kuala Lumpur: Dewan Bahasa Dan Pustaka, hal. 6.
- ⁹ Peter S. Rose (1983), **Money And Capital Markets The Financial System In The Economy**, Texas : Business Publications, Inc., hal. 11-12.
- ¹⁰ Ibn Hajar al-ʿAsqalānī (1989), **Fath al-Bārī Syarḥ Ṣaḥīḥ al-Bukharī**, (ed.) ʿAbd ʿAzīz bin Bāz dan Muḥammad Fuad ʿAbd al-Bāqī, juz. 4, Beirut : Dār al-Kutub al-ʿImiyyah, hal. 431.
- ¹¹ K. Reilly, Frank (1992), **Investment**, Shamsudin Ismail (terj.), Kuala Lumpur: Dewan Bahasa Dan Pustaka, hal. 71.
- ¹² Ibid., hal. 72.
- ¹³ C.Yeager, Fred dan Neil E.Seitz (1985), **Financial Institution Management Text And Cases**, edisi ketiga, New Jersey: Prentice Hall, Inc, hal. 163.
- ¹⁴ Mohidin Yahya (1994), **op.cit.**, hal. 7.
- ¹⁵ Dewan Bahasa Dan Pustaka (1993), **Kamus Ekonomi**, Kuala Lumpur : Dewan Bahasa Dan Pustaka, hal. 185.

¹⁶ Jabatan Ekonomi (1992), **Wang Dan Urusan Bank Di Malaysia**, Kuala Lumpur: Bank Negara Malaysia, hal. 399, lihat juga Azlan Khalili Shamsuddin (1993), **Yang Perlu Anda Tahu Tentang Saham Dan Pelaburan**, Kuala Lumpur : Fajar Bakti Sdn. Bhd., hal. 67.

¹⁷ **Ibid.**

¹⁸ Azlan Khalili Shamsuddin , **op.cit.**, hal. 67.

¹⁹ Othman Yong , **opcit.**, hal. 92.

²⁰ **Ibid.**

²¹ **Ibid.**

²² S. Kidwell, David dan Richard L.Peterson (1981), **Financial Institutions, Markets And Money**, Illinois : The Dryden Press, hal. 470.

²³ N. Henning, Charles, William Pigott dan Robert Haney Scott (1975), **Financial markets And the Economy**, New Jersey: Prentice-Hall, Inc, hal. 226.

²⁴ K. Reilly, Frank (1992), **op.cit.**, hal. 73.

²⁵ Bank Negara, **Laporan Tahunan 1996**, hal. 169.

²⁶ **Ibid.**, hal. 169-170.

²⁷ **Ibid.**, hal. 170.

²⁸ **Ibid.**

²⁹ **Ibid.**, hal. 171.

³⁰ Nordin Ngadimon, , "Pasaran Modal Islam : Teori Dan Pelaksanannya Di Malaysia", mimoes yang diedarkan di Akademi Pengajian Islam, 22 Ogos 1998, Kuala Lumpur, hal. 13.

³¹ **Ibid.**, hal. 15.

³² **Ibid.**, hal. 16.

³³ **Ibid.**, hal. 18.

³⁴ **Ibid.**, hal. 19.

³⁵ **Ibid.**, hal. 20.

-
- ³⁶ *Ibid.*, hal. 21.
- ³⁷ *Ibid.*, hal. 22.
- ³⁸ *Ibid.*, hal. 23.
- ³⁹ *Ibid.*, hal. 24.
- ⁴⁰ Bank Negara Malaysia, *op.cit.*, hal. 152.
- ⁴¹ *Ibid.*, hal. 165.
- ⁴² Temubual bersama Nik Mohd Ruslin Nik Jaafar, Eksekutif Senior, Unit Pasaran Modal Islam, Suruhanjaya Sekuriti, Tingkat 3, Plaza Kelanamas, Bukit Damansara, Kuala Lumpur, pada jam 3.00 petang 13 hb Oktober 1998.
- ⁴³ Leong, Lillian, "Ringgit Bond Market Thrust And The Role Of Institutional Invstors", kertas kerja yang dibentangkan dalam **Financing The 7th Malaysia Plan : Maximasing The Potential And Opportunities In The Debt Capital Market**, 1 Oktober 1996, Kuala Lumpur, hal. 9.
- ⁴⁴ *Ibid.*
- ⁴⁵ *Ibid.*
- ⁴⁶ Rating Agency Malaysia (1997), "Benchmark Bonds: The Khazanah Bond Programme", **RAM Bond Newsletter**, June 1997, Volume 2, No. 6, hal. 9.
- ⁴⁷ *Ibid.*
- ⁴⁸ *Ibid.*
- ⁴⁹ *Ibid.*, hal. 10.
- ⁵⁰ Mohd Munir Abdul Majid, Debt Financing And Securitisation In Malaysia A Regulator's Perspective, kerta kerja yang dibentangkan dalam **Conference On Securitisation: the Way To Financial Competitiveness**, 19 hb September 1994, hal. 2.
- ⁵¹ Othman Yong (1993), *op.cit.*, hal. 8.
- ⁵² Mohd Munir Abdul Majid, *op.cit.*, hal. 2.
- ⁵³ *Ibid.*

⁵⁴ Ibid.

⁵⁵ Why Invest in Bond?, <http://www.tucker-anthony.com/bonddef.htm>

⁵⁶ Ibid.

⁵⁷ Ibid.

⁵⁸ Temubual bersama Puan Kamilah Mohamad, Eksekutif Kanan, Jabatan Pengawasan Bank, Bank Negara Malaysia, Tingkat 10A, 20 hb November 1998, jam 11.00 pagi.

⁵⁹ Mohd Munir Abdul Majid, *op.cit.*, hal. 2.

⁶⁰ Ibid., hal. 13.

⁶¹ Saiful Azhar Rosly (1999), "Pasaran Bon", **Dewan Ekonomi**, jilid 6, bil 2, Februari 1999, Kuala Lumpur: Dewan Bahasa dan Pustaka, hal. 58.

⁶² Bank Negara Malaysia, *op.cit.*, hal. 151.

⁶³ Afifuddin Haji Omar, "Keynote Address : **Financing The 7Th Malaysian Plan: Maximising The Potential And Opportunities In The Debt Capital Market**, 1 Oktober 1996, Kuala Lumpur, hal. 2.

⁶⁴ Ibid.

⁶⁵ Ibid., hal. 3.

⁶⁶ Ibid., hal. 4.

⁶⁷ Ibid., hal. 5.

⁶⁸ Ibid.

⁶⁹ Temubual bersama Puan Kamilah Mohamad, Eksukutif Kanan, Jabatan Pengawasan Bank, Tingkat 10A, Bank Negara Malaysia, Kuala Lumpur, pada 20 hb November 1998, jam 11.00 pagi.

⁷⁰ Interdata (1996), **Interdata Finance Asia Handbook**, Sydney: I.D.P InterData Pty. Ltd., hal. 82.

⁷¹ Tenaga's Islamic Bonds well-subscribed,
<http://www.tnb.com.my/news/nc/sep1997/260997b.htm>

⁷² Bank Negara Malaysia (1996), *op.cit.*, hal. 162.

⁷³ S.Kidwell, David dan Richard L.Peterson (1981), **op.cit.**, hal. 457.

⁷⁴ Elakumari, Kantilal (1998), "Case Study On Islamic Benchmark Bonds", kertas kerja yang dibentangkan dalam **Islamic Investment Product Conference**, London, 21-22 Mei 1998, hal. 3.

⁷⁵ Encik Nik Mohd Ruslin Nik Jaafar, Eksekutif Senior, Unit Pasaran Modal Islam, Suruhanjaya Sekuriti, Tingkat 3, Plaza Kelanmas, Bukit Damansara, Kuala Lumpur pada 13 hb Oktober 1998, jam 3.00 petang.

⁷⁶ **Ibid.**

⁷⁷ **Ibid.**

⁷⁸ Elakumari (1998), **op.cit.**, hal. 5.

⁷⁹ **Ibid.**, hal. 7.

⁸⁰ **Ibid.**, hal. 9.

⁸¹ **Ibid.**, hal. 10.

⁸² **Ibid.**, hal. 12.

⁸³ **Ibid.**, hal. 13.